

Norges Fondsmeglerforbund

The Norwegian Securities Dealers Association
Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

10. mai 2007

Høring – utkast til utfyllende forskrift om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder (MiFID-forskriften)

1. Innledning

Vi viser til høringsbrev av 29. mars 2007 samt forslag til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (heretter ”forskriften”).

Vi vil innledningsvis gi uttrykk for at vi støtter de vurderingene som departementet gjør i høringsbrevet vedrørende behov for å oppheve/opprettholde forskrifter gitt med någjeldende verdipapirhandellov. Vi vil dog fremheve at det er behov for en vurdering og klargjøring av lydopptaksforskriftens anvendelse i forhold til investeringsrådgivere, agenter, filialer (særlig bankfilialer) mv. Her bør man finne frem til andre praktiske løsninger for dokumentasjon på ordre enn lydopptak slik at man unngår upraktiske og kostnadskrevenende løsninger. Når det gjelder forskrift om meldeplikt for OTC-derivater er vi sterkt i tvil om man kan opprettholde meldeplikt til børse. Meldeplikten må, hvis den opprettholdes, følge de alminnelige regler om rapporteringsplikt til Kredittilsynet. Alternativt kan man vurdere plikt til å offentliggjøre slike transaksjoner, men da må offentliggjøring kunne skje på valgfritt medium, slik lovbestemmelsen legger opp til.

I forskriften legges det opp til en mer eller mindre direkte oversettelse av implementeringsdirektivet. Av den grunn mener vi det er viktig at denne metodikken følges gjennomgående i hele forskriften. Vi har imidlertid flere steder i forskriften oppdaget enkelte særnorske tilpasninger, hvor man har valgt en noe ”strengere” oversettelse enn implementeringsdirektivet. Dette er neppe tilsiktet. Uansett mener vi dette ikke er i tråd med hensynene bak MiFID og er videre uheldige for norske verdipapirforetak av konkurransemessige hensyn. Vi vil også peke på at det skaper problemer for de ”pan-nordiske” verdipapirforetakene når den norske reguleringen skiller seg fra de andre nordiske landene. Disse forskjeller er påpekt i vedlegget.

Denne høringsuttalelsen bygget opp på følgende måte. I brevet har vi kommentert enkelte forhold i høringsnotatet og forskriften noe inngående, mens vi i ett eget vedlegg kommenterer enkelt bestemmelser i forskriften. Her har vi tillatt oss å benytte en

masterversjon som er tilnærmet identisk med det endelige utkast til forskrift. Av praktiske grunner har vi skrevet merknader direkte inn i dokumentet og foreslått enkelte endringer.

2. Merknader til høringsnotatet

2.1 Klassifisering av kunder (høringsnotatet § 7-1 femte ledd, side 21)

Utdrag fra høringsnotat § 7-1 femte ledd:

”Av rammedirektivet vedlegg II fremgår at kunden er ansvarlig for å anmode om en høyere grad av investorbekyttelse når vedkommende ikke er i stand til selv å vurdere og håndtere den risiko som er involvert. Arbeidsgruppen legger til grunn at en slik endring av kundeklassifisering skal aksepteres av foretaket og må, som nevnt ovenfor, dokumenteres ved skriftlig avtale mellom foretaket og kunden”.

Av høringsnotatet kan det synes som om kunden har en ubetinget rett til å få endret sin kundeklassifisering, forutsatt at vedkommende oppfyller eventuelle vilkår som oppstilles for omklassifisering. En slik forståelse synes ikke å være i samsvar med tolkningen som er offentliggjort av andre lands tilsynsmyndigheter, eksempelvis FSA, jf notatet *”Implementing MiFID’s Client Categorisation requirements”* av august 2006, hhv punkt 2.16 og 2.17:

Moving between categories

- 2.15 Under MiFID, there is scope for certain clients to be treated as falling within a different category i.e. to increasing or decreasing the levels of regulatory protections afforded.

Key message: MiFID provides considerable flexibility to move between categories provided certain criteria are met. Professional clients and retail clients can move between categories either generally, or in relation to one or more particular services or transactions, or one or more types of product or transaction. Also, an ECP can request treatment as a professional or retail client either generally or on a trade-by-trade basis.

- 2.16 Importantly, where a client requests a different categorisation, an investment firm has the choice whether to provide services on that basis. If the firm does not agree, the client will need to source services with the desired level of protection elsewhere.
- 2.17 Article 28(3) of the Draft Implementing Directive confirms that an investment firm can unilaterally decide to treat any or all of its clients as retail clients if it chooses to do business on that basis. Firms which choose to do so are likely to be able to simplify their internal processes relating to, and dependent on, client classification.

Den samme tolkningen gjentas av FSA i notatet om “*Reforming Conduct of Business Regulation*” fra oktober 2006, hhv punkt 7.62:

Categorisation at the investment firm’s initiative

- 7.60 We indicated in the August paper that investment firms have a choice whether to provide services to a client on the basis of a different categorisation.³³ Feedback from firms requested further clarification on this point.
- 7.61 Our view is that Article 28(3) of the Level 2 Implementing Directive allows investment firms, either on their own initiative or at the request of the client concerned, to treat an ECP as a professional or retail client or to treat as a retail client a client who would otherwise be a per se professional under Section I of Annex II of the Level 1 Directive.
- 7.62 Investment firms will take a commercial view on whether they offers their services only to clients in specific categories. However, firms will have to be clear about the client’s categorisation and notify the client of the rights the client may have to request a different categorisation and any limitations as to the level of client protection this would entail.³⁴

Som det fremgår av sitatene ovenfor fra FSA må det være opp til foretaket selv og vurdere i hvilken grad de ønsker å tilby sine investeringstjenester kun ovenfor en kundeklasse, for eksempel profesjonelle kunder. Det kan være særlig aktuelt for foretak som spesialiserer seg på komplekse tjenester/produkter. Hvis en kunde eksempelvis anmoder om å bli behandlet som ikke-profesjonell hos et verdipapirforetak som kun tilbyr tjenester/produkter til profesjonelle kunder, vil kunden ha mulighet til å velge et annet foretak dersom kunden ønsker å bli behandlet som ikke-profesjonell. Det må være opp til foretaket og ta avgjørelsen på i hvilken grad de vil imøtekomme kundens anmodning om å endre klassifisering. Kunden har etter vår oppfatning ingen ubetinget rett til å få endret sin kundeklassifisering, slik det fremgår av høringsnotatet.

Videre åpner forskriftens § 7-1 (4) for at en kunde kan bli klassifisert ulikt avhengig av hvilke transaksjoner, investeringstjenester eller produkttyper foretaket yter ovenfor kunden. En slik sammensatt klassifisering av foretakets kunder vil innebære omfattende ressurs- og systemkostnader, både med hensyn til implementeringen og løpende oppdateringer. Avhengig av foretakets virksomhetsmodell må foretaket selv vurdere i hvilken grad kundene skal tilbys en slik fleksibel løsning. Vi mener at foretaket heller ikke kan være pålagt å akseptere en anmodning fra kunden om å inneha ulik kundeklassifisering avhengig av hvilke transaksjoner, tjenester og produkter kunden benytter seg av. Dette samsvarer med tolkninger gitt av FSA i de to ovennevnte dokumenter.

Vi mener at høringsnotatet bør endres slik at det blir i overensstemmelse med den forståelsen vi har gitt uttrykk for ovenfor.

2.2 Beste Resultat ved utførelse av ordre (høringsnotatets kapittel 11, side 27)

Utdrag fra høringsnotatets kapittel 11:

”Arbeidsgruppen er kjent med at kravene i kommisjonsdirektivet til beste resultat har skapt usikkerhet med hensyn til om innarbeidede handelsmønstre i kvoteringsmarkeder (for eksempel markedene for rente- og valutaderivater) vil kunne videreføres. Handelen i disse markedene er i dag basert på at verdipapirforetak på forespørsel tilbyr kunden en bestemt pris på et angitt volum av nærmere definerte finansielle instrumenter. Kunden aksepterer denne prisen når oppdraget gis til verdipapirforetaket. Slike ordninger er i utgangspunktet i samsvar med kravene til god forretningsskikk i gjeldende verdipapirhandellov, jf. § 9-2 fjerde ledd. På grunn av at det pågår arbeid i EU med hensyn til å gi veiledning til kravene om beste resultat, har ikke arbeidsgruppen funnet det hensiktsmessig å drøfte dette spørsmålet nærmere”.

Europakommisjonen har i brev til CESR av 19. mars 2007 avgitt en uttalelse vedrørende anvendelsesområdet for reglene om beste resultat ved utførelse av ordre. I dette brevet er de ovennevnte problemstillinger som arbeidsgruppen unnløt å drøfte, nærmere omtalt.

For verdipapirforetakene representerer denne uttalelsen en viktig avklaring. Det har vært usikkerhet knyttet til om reglene om beste resultat også kommer til anvendelse i de markedssegmenter hvor handelsteknikken er basert på prisstillelse. Dette gjelder særlig handel med rente- og valutaprodukter og OTC-derivater. Vi mener at man kan ha som utgangspunkt at reglene om beste resultat kun kommer til anvendelse for de ordredrevne markeder, hvor verdipapirforetak utfører ordre på vegne av kunder. I de prisdrevne markeder vil reglene om beste resultat kun unntaksvis komme til anvendelse. I de sistnevnte tilfeller vil foretakene normalt ikke utføre ordre på vegne av kunder.

Nedenfor har vi gitt en kortfattet beskrivelse av hvorledes de prisdrevne markeder fungerer og beskrevet handel med OTC-derivater. Vi har også gitt en vurdering av dette i forhold til reglene om beste resultat. Etter dette har vi sitert fra kommisjonens brev av 19. mars 2007. I brevet beskrives handelsteknikker som faller utenfor reglene om beste resultat, jf eksempelvis punkt 7 og punkt 8 andre strekpunkt. Vi mener at det norske rente - og valutamarkedet fungerer på en slik måte, som kommisjonen gir eksempler på, skal falle utenfor reglene om beste resultat. Det samme gjelder for OTC-derivater.

2.2.1 Særlig om prisdrevne markeder (market making)

Handel med rente- og valutaprodukter skjer normalt på andre måter enn for aksjer. I praksis anses rente- og valutamarkedet som kvoteringsmarked eller prisdrevet marked, i motsetning til aksjemarkedet som er et ordredrevet marked. Kundene er stort sett profesjonelle kunder.

I et finansielt instrument hvor foretaket stiller priser som market maker (standardiserte opsjoner, obligasjoner, valuta- og rentederivater), offentliggjør foretaket kjøps - og salgskurser ut fra egne vurderinger av markedsforholdene. Prisene offentliggjøres på foretakets side hos en informasjonsdistributør og kundene kan sammenligne priser fra ulike foretak. Disse prisene vil enten være indikative eller bindende for et bestemt volum per transaksjon. Dersom prisene er indikative vil foretaket gi kunden en bindende pris ved henvendelser til foretaket. Foretaket vil bli motpart i transaksjonen dersom kunden aksepterer prisen.

Ved henvendelse til foretaket står kunden fritt til å akseptere eller avvise tilbudet. Kundens beslutning om hvorvidt han vil akseptere tilbudet fra market maker må etter vår oppfatning likestilles med en spesifikk instruksjon. Det fremgår av vphl § 10-12 (1) at dersom det foreligger en ”*spesifikk instruksjon*” fra kunden, må foretaket alltid overholde denne. Vår oppfatning er således at reglene om beste resultat normalt ikke vil gjelde for rente- og valutamarkedet. Det vil uansett være unaturlig at et foretak må henvise kunden til et konkurrerende foretak, som i øyeblikket forhandlingen om kjøp eller salg foregår, stiller en bedre pris enn det aktuelle foretaket.

Dersom handel i produkter som normalt omsettes i prisdrevne markeder skjer ved ordinær ordreinnleggelse, vil reglene om beste resultat komme til anvendelse. En slik forståelse er for øvrig i samsvar med kommisjonens brev punkt 4.

2.2.2 Særlig om OTC - derivater

Handel med OTC - derivater skjer normalt ved at det inngås individuelle avtaler mellom kunden og foretaket, hvor kunden forplikter seg til enten å selge eller kjøpe et underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsavtalt pris. Normalt vil enten foretaket eller en oppgjørssentral garantere for oppfyllelse av derivatkontrakten. I kontraktens løpetid vil det normalt ikke være omsetning av kontrakten som sådan. En eventuell omsetning av kontrakten i kontraktens løpetid, vil skje ved at kontrakten innløses mot foretaket eller oppgjørssentralen, og at foretaket eller oppgjørssentralen utsteder ny kontrakt til en annen part. Det vil således ikke dreie seg om ”*utførelse av kundeordre*” i henhold til vphl § 10-12 slik som for aksjer. Videre er det unaturlig og benytte begrep som ”handel” og ”annenhåndsmarked” i tilknytning til handel med OTC-derivater. Vi mener således at reglene om beste resultat ikke skal gjelde for handel med OTC - derivater. En slik forståelse er i samsvar med kommisjonens brev punkt 8 tredje strekpunkt.

2.2.3. Europakommisjonens brev av 19. mars 2007 vedrørende rekkevidden av reglene om beste resultat

Som det fremgår av kommisjonens brev nedenfor angis en rekke eksempler på, hvor reglene om beste resultat ikke kommer til anvendelse:

Indicative examples of transactions where a firm generally does not execute an order on behalf of a client and therefore does not owe an obligation of best execution to its client

7. Transactions based on a specific request by the client to buy or sell a financial instrument from the investment firm, or on the acceptance by the client of an offer made by the firm to buy or sell a financial instrument from the firm, will typically not fall within the concept of execution of an order on behalf of a client unless in all the circumstances, taking into account the considerations set out in paragraph 8 below, the firm should properly be regarded as acting on behalf of the client. This class of transactions will include the following type:

- Executing a client order by entering a proprietary trade with the client in those cases not covered by paragraph 6 above. This includes the case where the firm engages in proprietary trading by quoting on a 'request for quote' basis. For example, client A requests a quote from investment firm B for 100 shares of X. The firm provides a quote which the client accepts and asks to buy 100 shares at the price quoted by B. By way of further example, B is a market maker that displays its quotes and Client A "hits" the quote displayed by B.
8. However, in some cases, proprietary trades will attract the best execution obligation. The application or otherwise of best execution will depend on whether the execution of the client's order can be seen as truly done *on behalf of* the client. This is a question of fact in each case which ultimately depends on **whether the client legitimately relies on the firm to protect his or her interests in relation to the pricing and other elements of the transaction - such as speed or likelihood of execution and settlement -that may be affected by the choices made by the firm when executing the order.** The following considerations, taken together, will help to determine the answer to this question:
- whether the firm approaches (initiates the transaction with) the client or the client instigates the transaction by making an approach to the firm. In those cases where the firm approaches a retail client and suggests him to enter into a specific transaction it is more probable that the client will be relying on the firm, to protect his or her interests in relation to the pricing and other elements of the transaction.
 - questions of market practice will help to determine whether it is legitimate for clients to rely on the firm. For example, in the wholesale OTC derivatives and bond markets buyers conventionally 'shop around' by approaching several dealers for a quote, and in these circumstances there is no expectation between the parties that the dealer chosen by the client will owe best execution.
 - the relative levels of transparency within a market will also be relevant. For markets where clients do not have ready access to prices while investment firms do, the conclusion will be much more readily reached that they rely on the firm in relation to the pricing of the transaction.
 - the information provided by the firm about its services and the terms of any agreement between the client and the investment firm will also be relevant, but not determinative of the question. The use of standard term agreements to characterise commercial relationships otherwise than in accordance with economic reality should be avoided.
9. These factors are likely to support the presumption that, in ordinary circumstances, a retail client legitimately relies on the firm to protect his or her interests in relation to the pricing and other parameters of the transaction. Similarly, *prima facie* application of these factors is likely to lead to the presumption that in the wholesale markets clients do not rely on the firm in the same way.
-

Vi mener, som det fremgår av pkt 2.3.1 og 2.3.2, at handelsteknikken i rente- og valutamarkedet og markedet for OTC-derivater fungerer slik at reglene om beste resultat ikke vil komme til anvendelse. En annen oppfatning vil få store konsekvenser for disse markedssegmenter. Da spørsmålet om anvendelsesområdet for reglene om beste resultat på kvoteringsmarkedene og for OTC-derivater er ubesvart i høringsnotatet, er det en fordel at det i kommentarene til forskriften vises til tolkningsuttalelsen i Europakommisjonens brev av 19. mars 2007.

3. Merknader til enkelte av bestemmelsene i forskriften

3.1 Opplysningsplikt ved oppbevaring av kunders aktiva (forskriftens § 8-5 nr.5)

Utdrag fra forskriftens § 8-5 nr. 5:

(5) Om finansielle instrumenter eller midler er oppbevart i stat utenfor EØS, skal verdipapirforetaket opplyse om eventuelle rettsvirkninger.

Vi mener at begrepet ”eventuelle rettsvirkninger” går vesentlig lenger enn det som kreves iht implementeringsdirektivet artikkel 32 nr. 5:

”The investment firm shall inform the client or potential client where accounts that contain financial instruments or funds belonging to that client or potential client are or will be subject to the law of a jurisdiction other than that of a Member State and shall indicate that the rights of the client or potential client relating to those financial instruments or funds may differ accordingly”.

Begrepet ”eventuelle rettsvirkninger” er et relativt upresist begrep. Tatt på ordet kan informasjonsplikten bli svært omfattende og kreve lange juridiske utredninger av fremmed rett. I mange land f. eks USA vil dessuten ulik regulering avhenge av delstat. For kunden må det være tilstrekkelig og bli opplyst om at kundens rettigheter kan avvike fra de alminnelige EØS-reglene når kundemidler oppbevares utenfor EØS. Vi er ikke kjent med at andre nordiske land går så langt som det norske forskriftsutkastet når det gjelder omfanget av opplysningsplikten på dette punkt, jf eksempelvis dansk forskrift § 13 stk 3. Det er derfor et sterkt behov for å bringe forskriften i overensstemmelse med implementeringsdirektivet.

3.2 Rapportering til kunder (forskriftens § 10-1 (6))

Utdrag fra forskriftens § 10-1(6)

*Verdipapirforetakets bekreftelse (**sluttseddel**) til ikke-profesjonell kunde etter første ledd nr. 2 skal, **hvis mulig og relevant**, inneholde følgende opplysninger:*

1.
2.
3.
4. *handlestidspunkt,*
5. *ordretypen,*
6. *identifikasjon av handelssystem,*

Merknad til første ledd.

Vi mener at forskriften må være i overensstemmelse med implementeringsdirektivet. Derfor har vi foreslått tilføyelsen ”hvis mulig og relevant”. Det er svært viktig at relevanskriteriet tas inn i teksten. Hvis ikke risikerer man å kreve informasjon som det ikke er mulig og fremskaffe. For eksempel kan det ikke oppgis et handelssystem hvis transaksjonen ikke er gjort i et handelssystem. Videre har vi føyd til begrepet ”sluttseddel” i første ledd, da vi mener dette er et godt innarbeidet begrep både for foretak og for kunder. Våre tilføyelser er merket i rødt.

Merknad til nr. 4.

Vi legger til grunn at man her må mene siste handel (eller når det skrives slutseddell) i de tilfeller det gjøres mange delslutninger i løpet av dagen. Det kan for eksempel være en kunde med en stor ordre som skal utføres "*carefully during the day*" for ikke å påvirke markedskursen. Verdipapirforetaket må da gjøre mange (ofte svært mange) delslutninger gjennom dagen. Det vil være meningsløst at alle tidspunkter skal angis.

Merknad til nr. 5

Det finnes et utall av ordretyper med benevnelse som er vanskelig tilgjengelig for andre enn de mest innvidde i markedets terminologi. For kundene må det viktigste være å kontrollere om betingelsene er oppfylt ved ordreutførelsen, og om ordreutførelsen er skjedd tilfredsstillende. Derfor må det være tilstrekkelig å angi om det er "*limit ordre*" eller "*best ordre*" (at markedet). Det kan på dette punkt være behov for en avklaring i merknadene i høringsnotatet.

Merknad til nr. 6

Direktivet benytter "*venue identification*", hvilket må være koden for det aktuelle handelssystem, for eksempel Oslo Børs eller Oslo Axess, og ikke om det er handlet i Saxess eller annet. Hvis verdipapirforetaket ikke benytter et handelssystem for eksempel handler med et annet verdipapirforetak må dette feltet stå åpent i slutseddelen. Alternativt at det fremgår av feltet hvilket handelssystem det finansielle instrumentet er notert eller registrert på. Det er på dette punkt behov for en avklaring i merknadene i høringsnotatet.

4. Avslutning

Implementeringen av MiFID er en omfattende og ressurskrevende prosess for verdipapirforetakene. De krav som stilles til kundekategorisering, testing av kunder, inngåelse av kundeavtaler, informasjon til kunder mv. krever også systemmessige endringer hos verdipapirforetakene. Det er viktig at verdipapirforetakene kan gjennomføre slike prosesser ut fra lovbestemmelser og forskrifter som er endelig fastsatt. Utkast til lovbestemmelser og forskrifter gir riktignok en god veiledning, men etterlater usikkerhet som gjør at systemendringer avventes for å unngå feil. For verdipapirforetakene er fristen for implementering 1. november 2007. Forsinkelser i arbeidet med den offentlige reguleringen "spiser" av tiden verdipapirforetakene har til rådighet for implementering. Det er derfor viktig at arbeidet med å klargjøre forskriftene prioriteres høyt i departementet.

Med vennlig hilsen

Norges Fondsmeglerforbund

Per Broch Mathisen
Adm. dir.

Mette Christin Eriksen
Rådgiver

Vedlegg:

Forslag til forskrift om markeder for finansielle instrumenter
Europakommisjonens brev av 19. mars 2007